

Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

短期利空大致已反應，輝達仍是 AI 生態系的核心

增加持股・維持

收盤價 May 28 (US\$)	134.81
3 個月目標價 (US\$)	147.61
12 個月目標價 (US\$)	186.00
前次目標價 (US\$)	190.00
調降 (%)	-2.1
上漲空間 (%)	38.0

焦點內容

1. 第一季營收連續十季超越財測。
2. 第二季符合買方預期。
3. CSP 需求仍維持強勁，GB300 即將出貨。

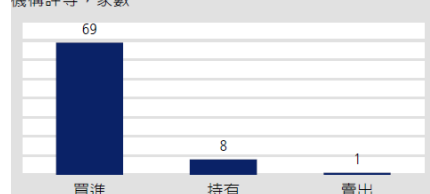
交易資料表

市值：(US\$bn)	3,289.4
流通在外股數 (百萬股)：	24,400
機構持有比例 (%)：	69.7
3M 平均成交量 (百萬股)：	281.2
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	86.6-153.1

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	7.9	(2.5)	17.4
相對表現 (%)	9.0	(0.1)	5.6

市場綜合評等

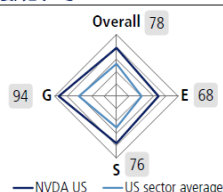
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	100	162	210
潛在報酬 (%)	(25.8)	20.0	55.8

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

輝達公布 2026 財年第一季財報，連續十季超越財測，但受限於 H20 禁令和 GB200 交貨進度，第二季營收展望低於賣方預期但符合我們以及買方預期。

評論及分析

第一季營收連續十季超越財測。輝達公布第一季營收 441 億美元 (季增 12%，年增 69%)，優於公司展望的 430 億，但是超越幅度是過去幾季以來的新低。毛利率 61%，不含 H20 損失為 71.3%，符合預期。公司因為美國政府新的出口管制，導致在第一季僅認列了 46 億美元 H20 營收，仍有 25 億美元的 H20 未能出貨，並且認列了 45 億美元的損失 (低於先前預期的 55 億美元，主因原料重複利用)。non-GAAP 每股盈餘為 0.81 美元，扣除 H20 損失則為 0.96 美元，優於市場共識之 0.93 美元。

第二季符合買方預期。公司預期第二季營收為 450 億美元 $\pm 2\%$ ，季增 2%，年增 50%，符合我們以及買方的預期 (這是首次買方預期低於賣方)，低於 sell-side 市場共識之 455-460 億美元，但其中 80 億美元的 H20 損失遠大於市場原先預期的 50-60 億美元，但是隱含中國市場需求強勁。

CSP 需求仍維持強勁，GB300 即將出貨。輝達第一季資料中心營收為 391 億美元，符合市場預期。Blackwell 已佔資料中心 70% 的營收，公司認為從 Hopper 的轉換期大致結束。公司表示目前 Hyperscaler 每周部署接近 1,000 櫃 GB200 NVL72 (換算為 72,000 顆 Blackwell GPU)，並預期產出將持續提升。GB300 已送樣 CSP，將於本季稍晚進入生產出貨。

投資建議

受限於 GB200 出貨進度低於預期，第二季營收增幅創下過去幾季新低。不過由於供應鏈高度透明且受到關注，第二季的狀況應是在預期之內。我們預期短期利空除了關稅懸而未決以外，供應鏈利空大致已反應在財報和展望之上。而需求部分，輝達以及主要的 CSP 起碼針對今年的需求已打了強心針。在加速運算領域，我們仍未見到輝達有明顯的競爭對手，評價仍具吸引力。我們對輝達的評等維持「增加持股」。考慮 H20 的影響，目標價微調至 186 元，基於 2026 年 (2027 財年) 33 倍的本益比，相當於歷史均值。

投資風險

AI 需求反轉，晶片競爭加劇。

主要財務數據及估值

	Jan-22A	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F
營業收入 (US\$百萬)	26,914	26,974	60,922	130,497	203,577	248,758
營業毛利 (US\$百萬)	17,969	15,965	44,959	98,505	143,756	183,641
營業利益 (US\$百萬)	12,690	9,040	37,134	86,789	127,852	162,454
EBITDA (US\$百萬)	13,864	10,584	38,642	88,653	127,890	164,567
稅後淨利 (US\$百萬)	11,259	8,366	32,312	74,265	108,743	136,971
每股盈餘 (US\$)	0.44	0.33	1.30	2.99	4.40	5.64
營業收入成長率 (%)	61.4	0.2	125.9	114.2	56.0	22.2
每股盈餘成長率 (%)	77.6	(24.8)	288.0	130.7	47.1	28.2
毛利率 (%)	66.8	59.2	73.8	75.5	70.6	73.8
營業利益率 (%)	47.2	33.5	61.0	66.5	62.8	65.3
EBITDA margin (%)	51.5	39.2	63.4	67.9	62.8	66.2
淨負債比率 (%)	36.4	32.7	5.3	1.8	N/A	N/A
股東權益報酬率 (%)	42.3	37.9	75.2	93.6	82.8	65.3

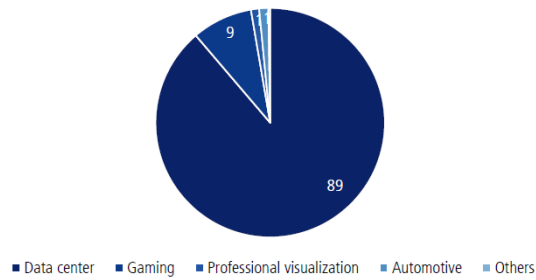
資料來源：公司資料、凱基

2026 財年第一季財報電話會議摘要：

- **Nvidia 公告 FY1Q26 (Apr-Q)財報：**第一季營收 441 億美元(季增 12%，年增 69%) 優於財測的 430 億美元並符合我們預估之 440 億美元。FY1Q26 (Apr-Q)毛利率為 61.0%(扣除 H20 損失為 71.3%)，季減 12.5 個百分點，年減 17.9 個百分點，若扣除 H20 的影響略優於市場共識之 70%和我們預估之 71%。FY1Q26 (Apr-Q) non-GAAP 每股盈餘為 0.81 美元(扣除 H20 損失為 0.96 美元)對比 FY4Q25 (Jan-Q)為 0.89 美元，及 FY1Q25 (Apr-Q)之 0.61 美元，若扣除 H20 的影響則優於市場共識之 0.93 美元。
- **FY2Q26 (July-Q)展望：**公司預期營收為 450 億美元±2%，季增 2%，年增 50%，符合我們以及買方的預期，略低於 sell-side 市場共識之 455-460 億美元，但其中 80 億美元的 H20 損失遠大於市場原先預期的 50-60 億美元，公司表示更多的上檔空間來自 Inference reasoning 需求呈現指數型成長、AI 禁令撤銷、企業級 AI 及工業 AI 與智慧工廠正在快速普及。FY2Q26 (July-Q) non-GAAP 毛利率為 72%，公司目標今年底達到 74-76%。FY2Q26 (July-Q) non-GAAP 營業費用 40 億美元，公司預期 2026 全年營業費用年增率為 34-36%。
- **FY1Q26 (Apr-Q) Data Center** 營收為 391 億美元，季增 10%，年增 73%，和市場共識之 393 億美元相近，Blackwell 已佔據了 70%的營收，公司認為從 Hopper 的轉換期大致結束，公司表示目前 Hyperscaler 每周部署接近 1,000 櫃 GB200 NVL72 (換算為 72,000 顆 Blackwell GPU)，並預期將產出將持續提升。然而，公司因為美國政府頒布 H20 新的出口管制措施，導致在第一季僅認列了 46 億美元(新出口管制措施頒布前)的 H20 營收，仍有 25 億美元的 H20 未能出貨，並且認列了 45 億美元的損失(低於先前預期的 55 億美元，主因原料重複利用)，損失來自沖銷庫存和訂單義務。公司預期中國資料中心的市場將成長至 500 億美元。由於 H20 無法再降規，因此公司表示目前無合適的產品出貨中國。我們預期在 Computex 推出採用 RTX6000 (B40)晶片的 RTX PRO 伺服器，有機會在微改款後接棒 H20。
- 其他產品線方面，Gaming 營收季增 48%，年增 42%至 37.6 億美元，大幅優於市場共識之 28.5 億美元，主因由於玩家、創作者及 AI 愛好者的需求強勁。在強勁需求下，公司表示供應問題將在第二季持續改善。根據我們的了解，GDDR7 的供應將會是主要的瓶頸。
- ProViz 營收為 5.09 億美元，季持平，年增 19%，略優於市場共識之 5.05 億美元。車用營收為 5.67 億美元，季減 1%，年增 72%，略低於市場共識之 5.79 億美元。

圖 1：Nvidia FY1Q26 各部門比重

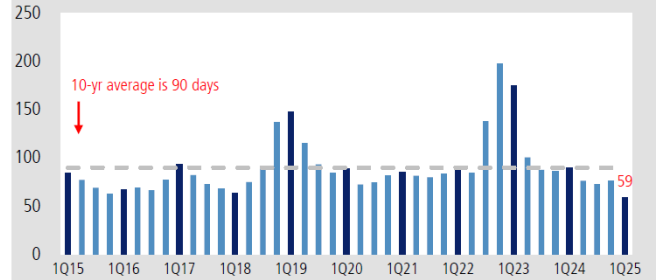
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2：Nvidia 庫存週轉天數

庫存週轉天數，天

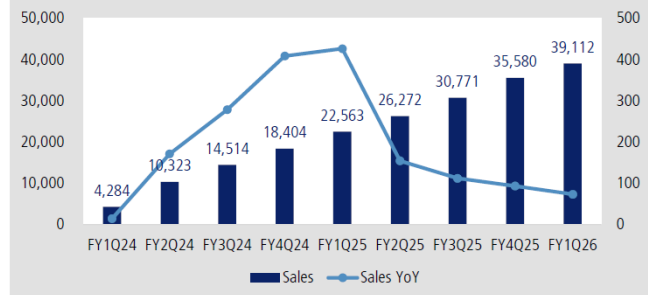


資料來源：Bloomberg；凱基

註：日期為日曆年度

圖 3：Nvidia data center 營收 vs. 營收年增率

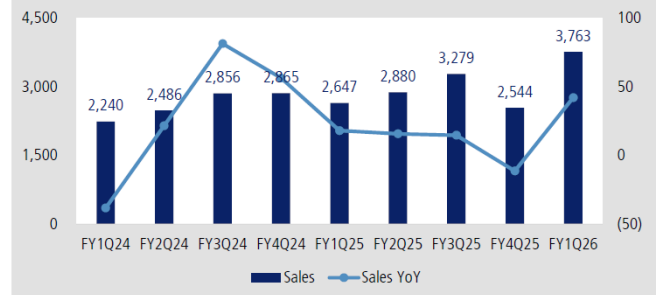
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Nvidia gaming 營收 vs. 營收年增率

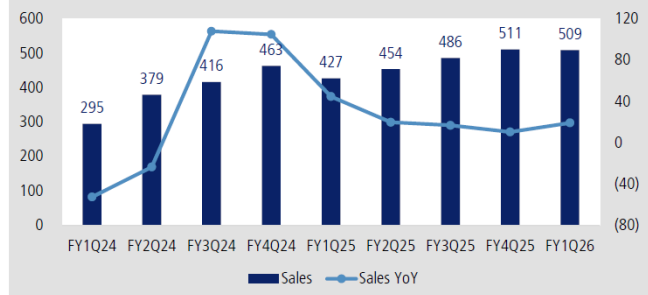
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：Nvidia professional visualization 營收 vs. 營收年增率

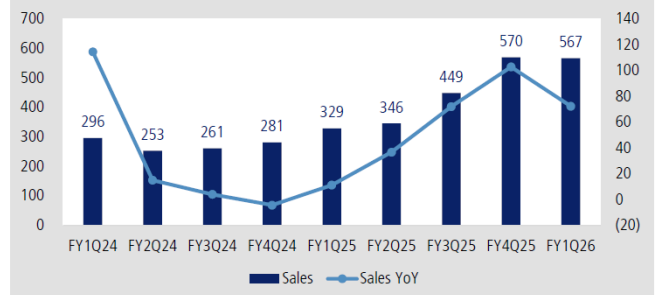
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：Nvidia automotive 營收 vs. 營收年增率

營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

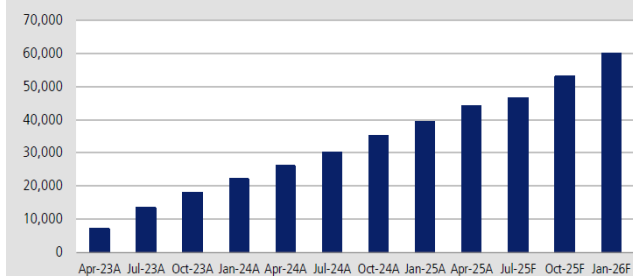
圖 7：公司概況

1993 年成立的 Nvidia 是全球 IC 設計大廠，負責設計並銷售積體電路 (IC) 產品 (如 CPU、GPU 與 DPU)，主要供 PC、伺服器與汽車產業應用。公司在分離式桌機 GPU 市場居領先地位，2020 年市佔率接近 80%。受惠於人工智能浪潮，Nvidia 擴大其加速運算領域優勢，在訓練用 GPU 具有壓倒性的地位，期望透過人工智慧 (AI) 與高效能運算 (HPC) 推動長期獲利成長。

資料來源：公司資料；凱基

圖 9：季營收

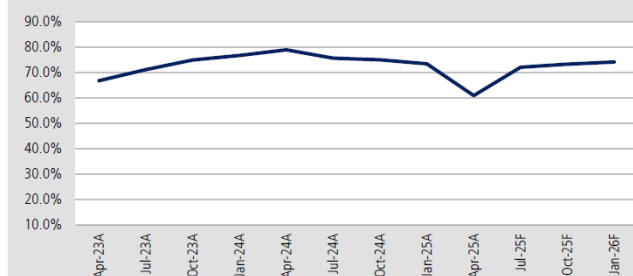
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：毛利率

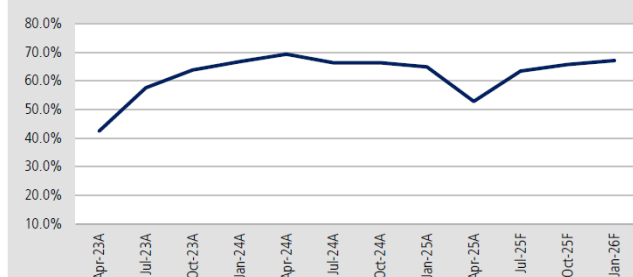
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13：營業利潤率

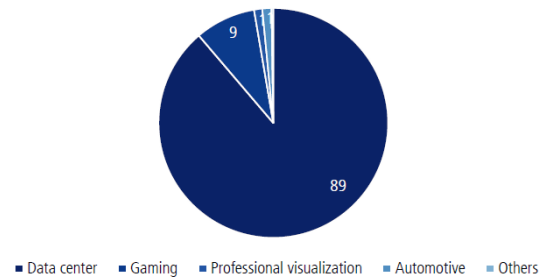
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：FY1Q26 事業別營收組成

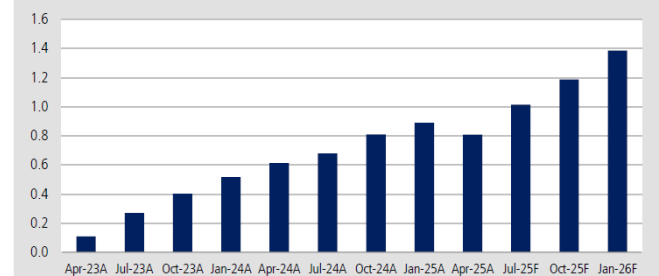
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：Non-GAAP EPS

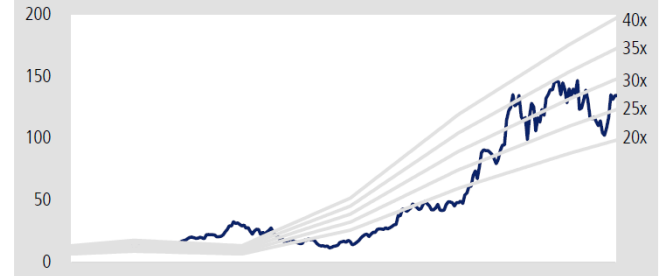
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：未來 12 個月預估本益比

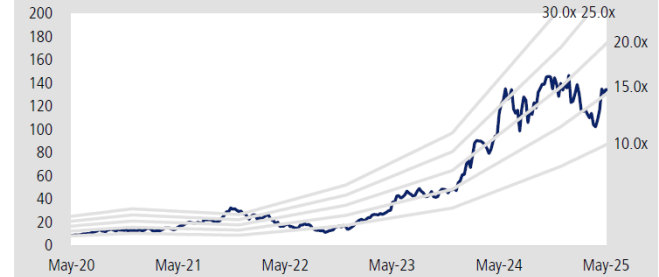
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：未來 12 個月預估股價淨值比

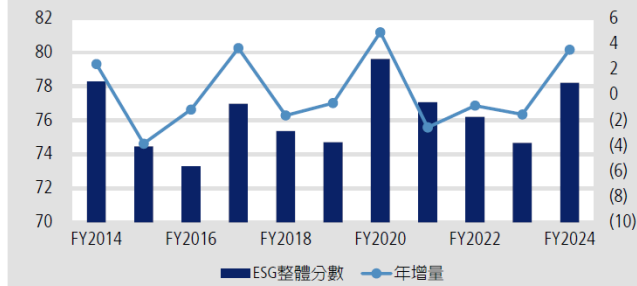
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 15：Nvidia - ESG 整體分數

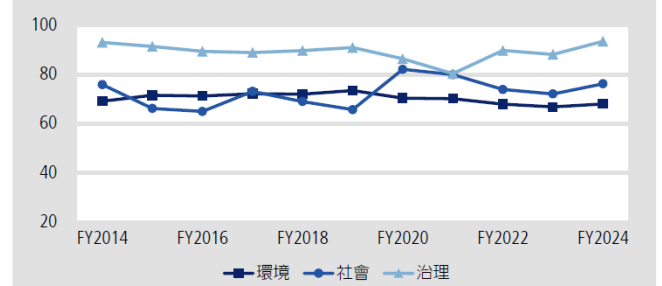
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Nvidia - ESG 各項分數

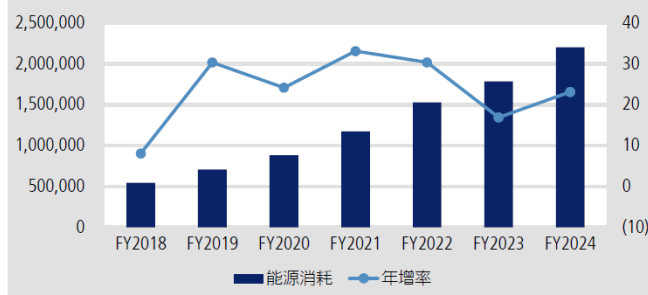
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Nvidia - 能源消耗

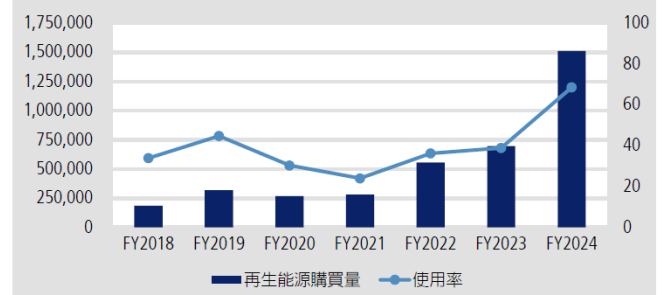
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Nvidia - 再生能源使用

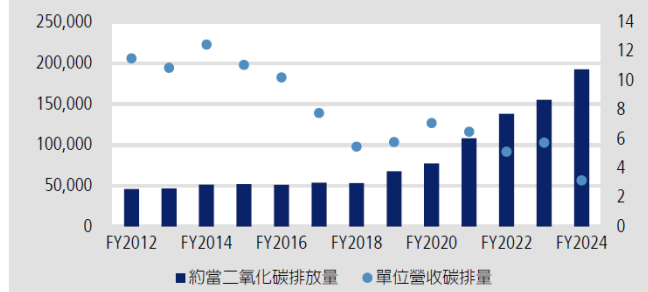
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Nvidia - 碳排放量

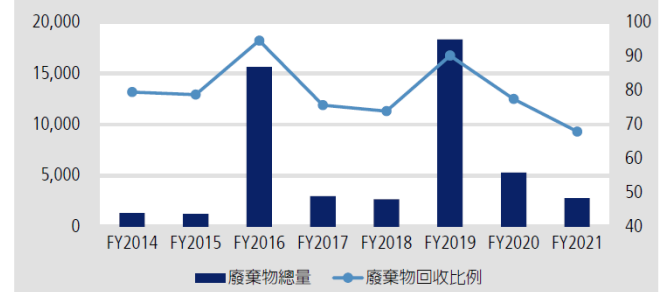
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：Nvidia - 廢棄物總量

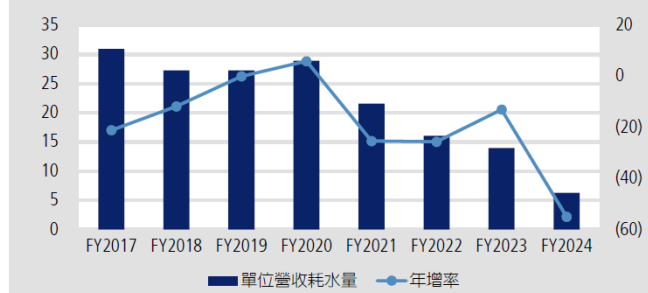
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：Nvidia - 耗水量

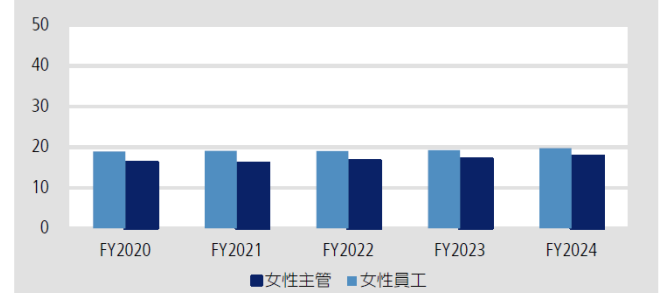
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：Nvidia - 性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)
	- 公司運營範圍內消耗之能源總量
	- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量
	- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源
	- 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產）
	- 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)
	- 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量
	- 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO ₂ 約當排放量	直接 CO ₂ 與 CO ₂ 約當排放量(公噸)
	- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）
	- 相關氣體：二氧化碳 (CO ₂)、甲烷 (CH ₄)、一氧化二氮 (N ₂ O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF ₆)、三氟化氮 (NF ₃)
CO ₂ 約當排放量營收比	直接 CO ₂ 與 CO ₂ 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比
	- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）
	- 相關氣體：二氧化碳 (CO ₂)、甲烷 (CH ₄)、一氧化二氮 (N ₂ O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF ₆)、三氟化氮 (NF ₃)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸)
	- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物
	- 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量
	- 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率
	- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物 * 100
	- 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收
	- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺)
	- 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量
	- 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額
	- 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率
	- 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期
	- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100
	- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2
	- 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比
	- 女性經理占公司經理的百分比
	- 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比
	- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100
女性員工	女性員工百分比
	- 女性員工占公司員工總數的百分比
	- 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數
	- 僅考慮員工教育訓練時數
	- 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展）
	- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更俱生態效率的解決方案

Nvidia – 以往評級及目標價



資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。